

La Bussola dell'Economia Italiana

Research Department

Giugno 2025

IMI

CORPORATE &
INVESTMENT
BANKING

Indice

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Tra incertezza sullo scenario globale e stabilità sul fronte interno

Sintesi della previsione macroeconomica

Torna a crescere la produzione industriale

In recupero la fiducia delle imprese manifatturiere

L'edilizia continua a smentire i timori recessivi

I servizi sembrano tornati ad espandersi (sia pur moderatamente)

Segnali più incoraggianti dal lato dei consumi

Tasso di disoccupazione in ulteriore calo, sotto il 6%

Il commercio con gli USA registra una correzione dell'export e un balzo dell'import

Torna a scendere l'inflazione a maggio

Tendenze del settore bancario

La ripresa dei prestiti a breve termine alle imprese ha segnato un rallentamento

In calo i depositi a tempo, i conti correnti confermano una crescita moderata

Giugno 2025

2

2

7

Nota Mensile

8

9

Research Department

10

Macroeconomic Research

11

12

Paolo Mameli

Economista Macro Italia

13

14

Andrea Volpi

Economista Macro Italia

15

Allegra Fiore

Economista Macro Italia

16

16

Elisa Coletti

Economista Banche

19

L'evoluzione dello scenario congiunturale

Tra incertezza sullo scenario globale e stabilità sul fronte interno

Manteniamo inalterato il nostro profilo previsivo sulla crescita del PIL italiano nel biennio in corso, a 0,7% nel 2025 e 1% nel 2026. I rischi sono al ribasso e derivano dall'incertezza sulle politiche dell'amministrazione Trump, oltre che sull'evoluzione della crisi iraniana. Sul fronte della domanda domestica, restano a nostro avviso le condizioni per vedere una moderata ripresa.

Paolo Mameli

Manteniamo invariata la previsione di crescita del PIL italiano a 0,7% quest'anno e 1% l'anno prossimo (sui valori corretti per i giorni lavorativi, corrispondenti a 0,5% e 1,1% in termini grezzi). Lo scenario di base assume che rimanga in vigore l'attuale configurazione delle tariffe commerciali USA (10% + dazi settoriali del 25% su auto e del 50% su acciaio e alluminio). **L'impatto diretto dei dazi potrebbe essere inferiore a quanto ipotizzato qualche mese fa**, visto che la tariffa effettiva è stata ridimensionata al 10% dal 20% annunciato in prima battuta, e potrebbe pesare sulla crescita annua del PIL per -0,2% quest'anno e -0,1% il prossimo. **Tuttavia, l'incertezza sullo scenario globale, derivante sia dalla volubilità delle politiche statunitensi che dal conflitto in corso in Medio Oriente, è aumentata**, e potrebbe ora contare più di quanto atteso qualche mese fa (stimiamo per -0,3% quest'anno e -0,1% il prossimo); **tra i fattori di freno occorre menzionare anche il graduale aggiustamento fiscale in atto** (con effetto negativo sulla crescita di due decimi nel 2025 e tre decimi nel 2026). Viceversa, **i principali fattori di supporto restano il completamento del PNRR** (il cui impatto, in caso di piena implementazione ma con ipotesi molto caute su spesa aggiuntiva e moltiplicatore, può essere quantificato in +0,3% nel 2025 e +0,4% nel 2026) **e la trasmissione degli effetti dell'allentamento monetario** (con effetto positivo sulla crescita annua del PIL di due decimi quest'anno e tre decimi il prossimo). **I rischi sulle stime di crescita restano a nostro avviso verso il basso, e derivano, sul fronte internazionale, da una eventuale nuova escalation o della guerra commerciale** (un dazio USA del 20% sottrarrebbe quattro decimi alla crescita annua, una tariffa del 50% oltre un punto percentuale) **o del conflitto in corso in Medio Oriente, e, sul versante domestico, da eventuali nuove sorprese negative in tema di implementazione del PNRR.**

Manteniamo invariate le stime di crescita per il 2025-26, anche se i rischi sono verso il basso

Il ciclo sarà trainato dalla domanda interna che, al netto delle scorte, potrebbe crescere su ritmi vicini all'1% nel biennio 2025-26. Nel periodo recente, abbiamo mantenuto sostanzialmente invariata la nostra previsione sulla crescita dei consumi privati quest'anno (all'1%). Infatti, **il calo del morale dei consumatori** visto nei mesi di marzo e aprile (poi parzialmente rientrato a maggio), accompagnato da un aumento delle aspettative inflazionistiche, **non ci sembra giustificato da un peggioramento dei fondamentali**, ma potrebbe essere dovuto all'effetto "psicologico" del flusso di news relative ai dazi USA, mentre le condizioni sul mercato del lavoro non solo non sono peggiorate ma mostrano un ulteriore calo del tasso dei senza lavoro, che ha toccato ad aprile il 5,9% (eguagliando il minimo degli ultimi vent'anni). Pertanto, **ci aspettiamo che prosegua il trend di ripresa del potere d'acquisto** delle famiglie, sia pure su ritmi meno vivaci che nel 2024 (0,6% nel 2025 e 0,8% nel 2026); lo scorso anno la risalita del tasso di risparmio aveva impedito che tale recupero del reddito si riflettesse in un rilancio dei consumi; tuttavia, **pensiamo che alcuni dei fattori che avevano pesato sulla propensione al consumo nello scorso biennio possano rientrare** (per esempio, l'esigenza di finanziare gli investimenti immobiliari residenziali e la salita dei tassi di interesse). In tal senso, ci aspettiamo che i consumi delle famiglie, dopo la crescita di appena 0,4% vista sia nel 2023 che nel 2024, possano accelerare su ritmi vicini all'1% nel 2025-26, anche grazie a una discesa del tasso di risparmio dal 9% dell'anno scorso verso ritmi vicini all'8% (ancora superiori a quelli pre-pandemici). **Continuiamo a ritenere che i consumi di servizi**, che nel 2024 non avevano ancora recuperato pienamente i livelli pre-pandemici (-0,8% rispetto al 2019), **possano essere più vivaci di quelli di beni**, anche se i durevoli stanno trovando supporto nel calo dei tassi di interesse.

Continuiamo ad aspettarci che il recupero in corso dei redditi reali si rifletta in una sia pur moderata ripresa dei consumi, in un contesto di mercato del lavoro ancora vivace

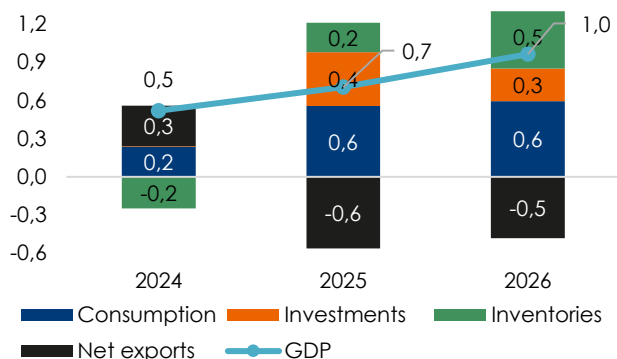
Per quanto concerne gli investimenti, di recente abbiamo rivisto al rialzo la stima per il 2025 (a 1,9%, principalmente per via del buon inizio d'anno), e viceversa al ribasso la previsione per il 2026 (a 1,1%). Gli investimenti al netto delle costruzioni hanno sorpreso al rialzo nel 1° trimestre di quest'anno: anche ipotizzando una correzione nel trimestre in corso e una sostanziale stagnazione nella seconda metà dell'anno, la crescita acquisita dopo i primi tre mesi è robusta. Tra i fattori di supporto (oltre al calo dei tassi di interesse) potrebbe esserci la riprogrammazione dei fondi inutilizzati del programma di incentivi "Transizione 5.0", che, accanto a risorse derivanti dalla revisione in corso del PNRR (e, forse, della politica dei fondi di coesione), potrebbe costituire un pacchetto di sostegno per gli investimenti delle imprese dell'ordine di diversi miliardi; d'altronde, tra i fattori di freno, il principale è rappresentato dall'ampia incertezza legata alle tensioni commerciali e geopolitiche. **Per quanto riguarda gli investimenti in costruzioni, è attesa continuare la divergenza tra il settore residenziale**, visto in contrazione nel 2026 sulla scia del venir meno di diversi bonus edilizi sulla prima casa, **e il comparto dei fabbricati non residenziali**, che dovrebbero beneficiare dell'attuazione delle misure previste dal PNRR. Nel complesso, per gli investimenti in costruzioni, rivediamo al rialzo la stima per quest'anno (a 1,7%), ma al ribasso quella per l'anno prossimo (a 0,7%): **il settore potrebbe ancora una volta smentire i timori di contrazione. Sul fronte del PNRR, i dati sulla spesa effettiva nei primi mesi dell'anno non autorizzano ancora ottimismo**, visto che al 30 marzo sono stati spesi 70 miliardi, solo 6 miliardi in più rispetto alla fine del 2024: ciò segnala che anche l'obiettivo governativo di superare i 40 miliardi quest'anno potrebbe risultare oltremodo ambizioso; nel frattempo, **la nuova proposta di revisione trasmessa dal governo lo scorso 19 maggio riguarda 107 dei 351 traguardi e obiettivi** delle ultime quattro rate (i ministeri avrebbero proposto modifiche a 170 misure); a essere rimodulati in particolare sarebbero i pacchetti "Transizione 5.0" e "Net zero Technologies", nonché gli interventi sul turismo, il lavoro e l'inclusione sociale. **Resta l'incognita sul destino delle opere non concluse entro la scadenza di agosto 2026**: tra le soluzioni suggerite dalla Commissione UE in un [documento](#) dello scorso 4 giugno ci sarebbero, tra le altre: la possibilità di finanziare parte dei progetti attraverso i fondi di coesione; l'affidamento a un intermediario della gestione di alcune misure per incentivare gli investimenti privati; un parziale trasferimento di risorse a InvestEU o a programmi per le spese per la difesa o le comunicazioni via satellite.

In tema di finanza pubblica, la nostra previsione è in linea con quella del governo sul deficit 2025 (al 3,3% del PIL, dopo il 3,4% dello scorso anno), **ma siamo lievemente più ottimisti sul 2026** in ragione di una stima di crescita del PIL più alta nonché di risparmi sulla spesa per interessi rispetto alle previsioni (basate sui tassi forward) incluse nel Documento di Finanza Pubblica dello scorso aprile. Tuttavia, ampie sorprese positive come quella vista nel 2024 appaiono meno probabili, in un quadro in cui sia l'occupazione che i redditi cresceranno a ritmi via via meno vivaci. **Siamo invece più cauti in merito al sentiero del rapporto debito/PIL**, che vediamo in crescita più di quanto previsto dal governo (di circa due punti quest'anno, di quasi un punto l'anno prossimo e di ulteriori sei decimi nel 2027), in ragione di previsioni più moderate circa l'evoluzione del deflatore del PIL. Resta da vedere se il governo nella prossima manovra di bilancio intenda implementare il cosiddetto "secondo modulo" della riforma fiscale accorpando ulteriormente le aliquote Irpef, il che potrebbe costare diversi miliardi e necessiterebbe di misure di copertura. **La nostra ipotesi di base è che il governo mantenga la linea mostrata sinora** di equilibrio tra prudenza fiscale e sostegno al ciclo, e si attenga a una correzione strutturale pari a circa mezzo punto di PIL all'anno quale quella inclusa nel Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine.

Investimenti: pesa l'incertezza, ma il calo dei tassi e l'implementazione del PNRR forniranno supporto

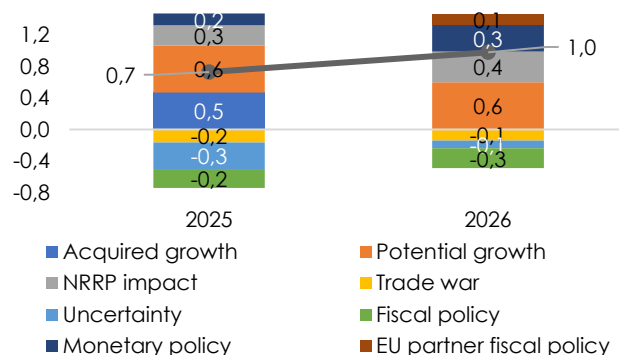
L'ipotesi è che il governo si attenga alla graduale correzione fiscale inclusa nel PSBMT

Fig. 1 – Il commercio estero frenerà il PIL nel biennio in corso, il principale contributo alla crescita dovrebbe arrivare dai consumi interni



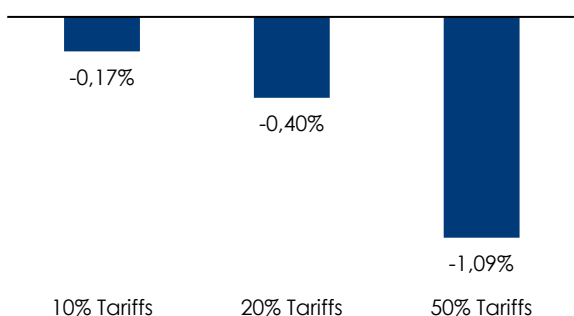
Nota: variazioni % annue sui dati corretti per i giorni lavorativi. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Guerra commerciale, incertezza e politica fiscale domestica freneranno il PIL, ma un supporto verrà dall'allentamento monetario e dall'impatto del PNRR



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 3 – Stime Intesa Sanpaolo dell'impatto sul PIL italiano di dazi statunitensi del 10/20/50%



Nota: l'impatto è calcolato usando stime di elasticità ai prezzi della domanda dei consumatori americani per microsettore; in assenza di stime specifiche per un microsettore, si applica l'elasticità media pesata del macrosettore corrispondente. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WITS (World Bank) con elasticità calcolate da Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche

Fig. 4 – Stime Intesa Sanpaolo dell'impatto sul PIL italiano di dazi statunitensi su singoli settori

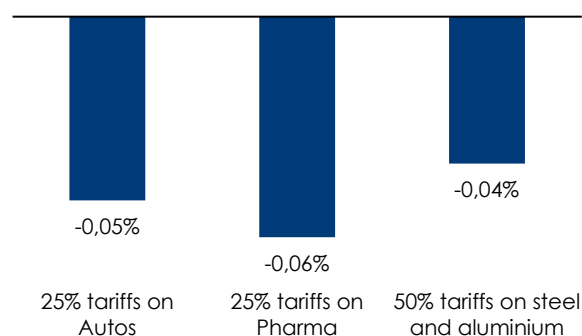
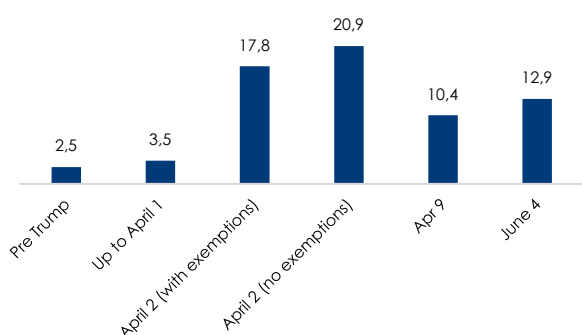
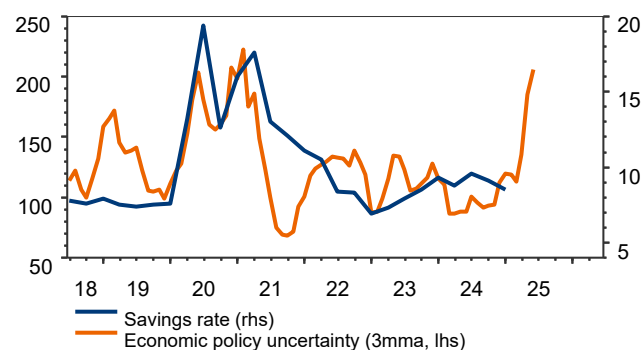


Fig. 5 – Il livello effettivo delle barriere commerciali dagli USA verso l'Italia è più basso rispetto a inizio aprile, ma resta molto elevato in prospettiva storica



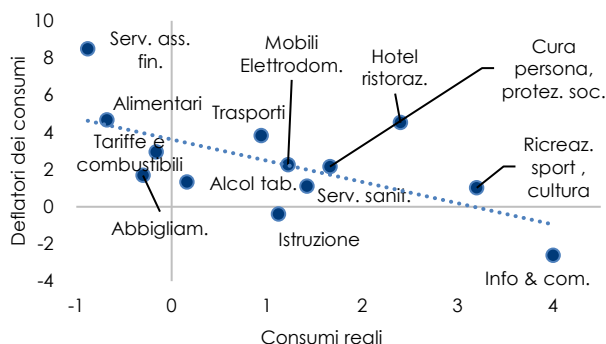
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 6 – L'incertezza sullo scenario (pur derivante interamente da variabili esogene) potrebbe indurre le famiglie (e le imprese) a maggiore prudenza



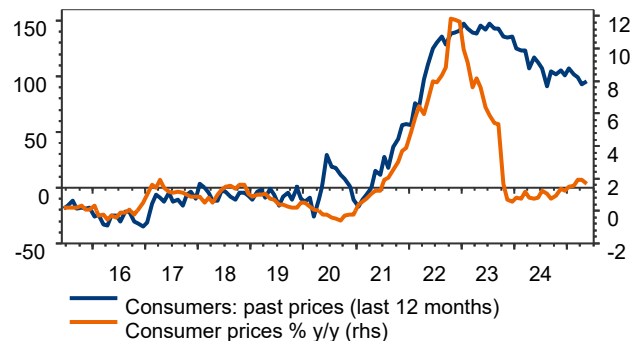
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat, <https://www.policyuncertainty.com>

Fig. 7 – Nell'ultimo quinquennio, la spesa per consumi nei vari comparti è inversamente correlata all'andamento dei prezzi



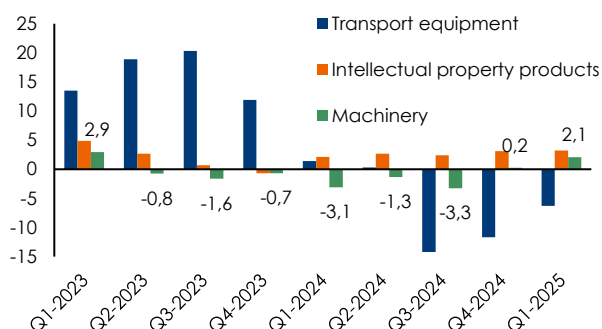
Nota: media delle variazioni % annue nel 2020-24. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 8 – I consumatori non hanno interamente percepito il calo dell'inflazione effettiva nell'ultimo anno



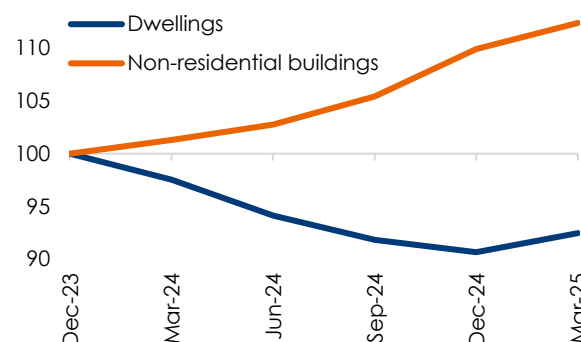
Fonte: Governo italiano, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 9 – Gli investimenti in macchinari (al netto dei mezzi di trasporto) sono tornati a crescere a inizio 2025



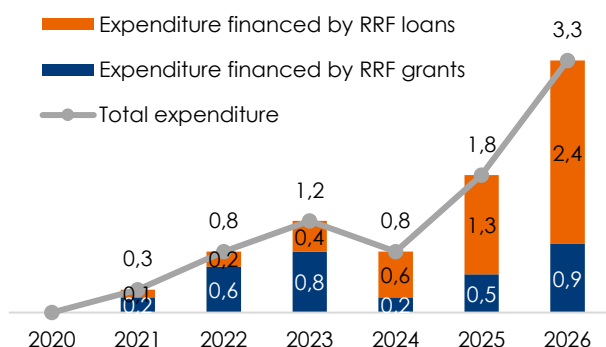
Nota: variazioni % a/a. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 10 – Proseguirà a nostro avviso nei prossimi trimestri la divergenza tra investimenti in abitazioni, che soffrono del minor supporto dai bonus, e costruzioni non residenziali, spinte dal PNRR



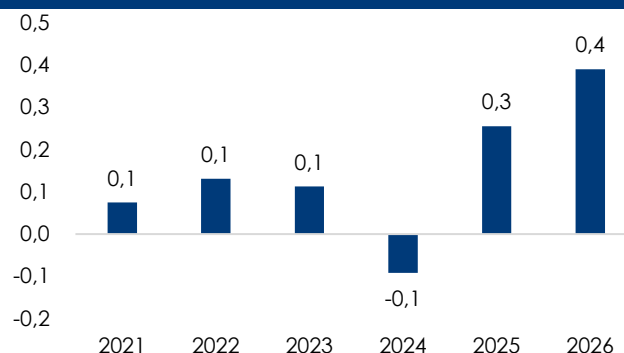
Nota: 4° trimestre 2023=100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 11 – Della spesa finanziata da fondi NGEU, il governo pianifica di spendere l'1,8% del PIL quest'anno e il 3,3% l'anno prossimo



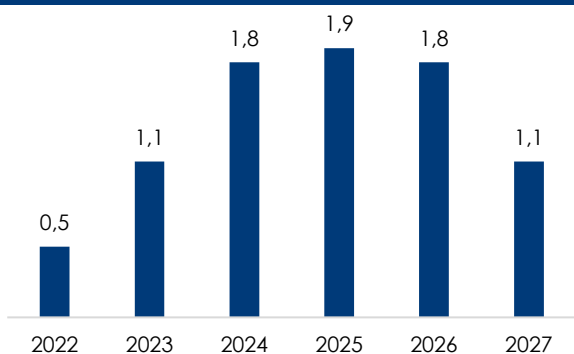
Nota: % del PIL. Fonte: Governo, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – L'impatto del PNRR sulla crescita annua del PIL è stato sinora pressoché trascurabile ma, sotto ipotesi caute su spesa aggiuntiva e moltiplicatore, dovrebbe essere più tangibile nel 2025-26



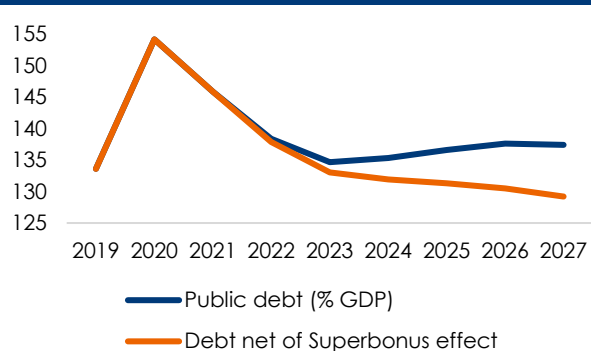
Nota: impatto su crescita % annua del PIL. Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Fig. 13 – L'impatto del Superbonus edilizio (pur esaurito) su fabbisogno di cassa e debito pubblico è ancora molto elevato nel biennio in corso



Nota: % del PIL. Fonte: Governo italiano, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 14 – In assenza di Superbonus, il debito pubblico rimarrebbe su una traiettoria di calo, sia pur moderato



Nota: % del PIL. Fonte: Governo italiano, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Sintesi della previsione macroeconomica

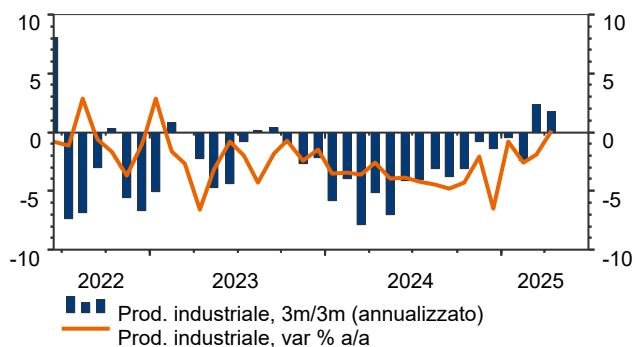
	2024	2025p	2026p	2024	2025				2026				
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIL (prezzi costanti, a/a)	0.5	0.7	1.0	0.6	0.6	0.7	0.6	0.8	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2
- var.ne % t/t				0.0	0.2	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	0.4	1.0	1.1	0.4	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
Consumi pubblici	1.1	0.3	0.5	0.3	0.1	-0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Investimenti fissi, di cui:	0.0	1.9	1.1	-1.4	1.6	1.6	-0.3	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
- in macchinari e altro	-0.3	2.6	1.7	-1.9	2.7	1.2	0.0	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
- in mezzi di trasporto	-6.3	-2.1	1.5	-7.3	-0.2	2.3	-0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
- in costruzioni	1.0	1.7	0.7	-0.4	1.0	1.7	-0.5	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
Esportazioni	-0.3	1.1	0.0	-0.4	-0.1	2.8	-1.0	-0.5	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4
Importazioni	-1.5	3.3	1.7	1.3	-0.2	2.6	-0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
Contributo % al PIL													
Commercio estero	0.3	-0.6	-0.5	-0.5	0.0	0.1	-0.2	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0
Domanda finale interna	0.4	1.0	0.9	-0.1	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Var. scorte	-0.2	0.2	0.5	0.5	-0.3	-0.3	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
Attività produttiva													
Produzione industriale	-4.0	-0.2	0.8	-1.0	-0.4	0.6	0.3	-0.1	0.2	0.3	0.1	0.4	0.2
Prezzi, salari e redditi													
Prezzi al consumo (a/a)	1.0	1.8	1.5	1.0	1.2	1.7	1.7	1.6	2.0	1.6	1.6	1.7	1.3
- escl. alimentari, energia (a/a)	2.0	1.9	2.1	1.9	1.8	1.7	2.0	2.0	2.1	2.3	2.0	2.1	2.1
PPI (a/a)	-4.2	2.6	0.8	-1.3	-0.7	4.9	3.1	1.9	0.8	-0.3	1.5	1.0	1.1
Disoccupazione (%)	6.5	6.1	6.5	6.3	6.1	6.1	5.9	6.0	6.2	6.4	6.4	6.5	6.6
Occupati totali	1.6	1.2	0.4	0.5	0.0	0.6	0.1	0.2	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1
Salari contrattuali	3.0	3.3	2.7										
Reddito disponibile reale	1.2	0.6	0.8										
Tasso di risparmio (%)	9.0	8.3	8.1										
Bilancia dei pagamenti													
Partite correnti (% PIL)	1.3	1.1	1.8										
Finanza pubblica													
Saldo di bilancio della PA (% PIL)	-3.5	-3.3	-2.6										
Debito (% PIL)	135.3	137.5	138.4										
Variabili finanziarie													
3-mths Euribor	2.82	1.72	1.81	3.43	2.82	2.44	2.02	1.76	1.72	1.77	1.78	1.80	1.81
Long term (10Y) rate (%)	3.70	3.65	4.04	3.67	3.48	3.67	3.61	3.58	3.75	3.94	4.00	4.05	4.15
BTP/Bund spread	1.36	1.00	1.08	1.37	1.22	1.10	1.06	0.94	0.92	0.97	1.00	1.10	1.25

Nota: i dati annui su PIL (e componenti) sono corretti per i giorni lavorativi. Fonte: Istat, elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Torna a crescere la produzione industriale

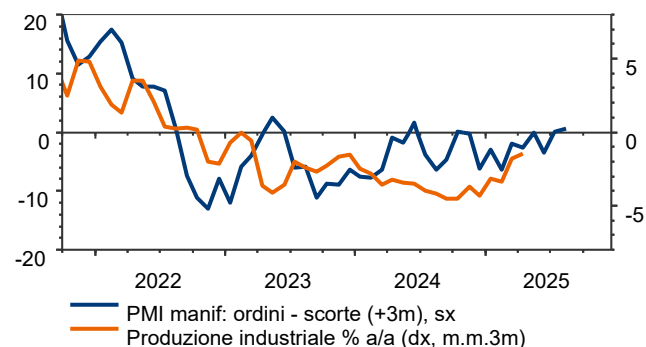
La produzione industriale è cresciuta dell'1% m/m ad aprile, dopo la stabilità di marzo. La variazione annua corretta è approdata in territorio positivo come non accadeva da gennaio del 2023, a +0,3% da -1,8%. Ancor più accentuata nel mese la crescita della produzione manifatturiera (+1,2% m/m); si nota un ampio progresso per la raffinazione, il tessile/abbigliamento e l'elettronica, e viceversa una significativa flessione per farmaceutici e apparecchiature elettriche. Proprio i farmaceutici restano in netto calo su base annua corretta per gli effetti di calendario (-11,1%), assieme ai mezzi di trasporto (-9,5%); all'opposto, si registra un rimbalzo tendenziale apprezzabile nei settori "legno carta e stampa" (+4,7%) e nei comparti elettronico (+3,3%) e alimentare (+3,2%). Il dato è positivo ma è a nostro avviso da interpretare con una certa cautela, perché la distribuzione delle festività potrebbe aver generato delle distorsioni negli indici destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario (la variazione annua dell'output in termini non corretti per i giorni lavorativi è negativa, a -1,2% da -0,4% precedente). La produzione è in rotta per un incremento di 0,7% t/t nel trimestre in corso dopo lo 0,6% t/t dei primi tre mesi dell'anno. Tuttavia, a nostro avviso è probabile una correzione nei restanti mesi del trimestre, coerente con un incremento nei mesi tra aprile e giugno meno accentuato rispetto a quello visto nel trimestre invernale. In ogni caso, l'andamento recente delle indagini di fiducia nel settore (in Italia come nel resto dell'Eurozona) suggerisce che il punto di minimo per l'attività produttiva nell'industria potrebbe essere stato superato, anche se è presto per dichiarare iniziata una fase di significativa e duratura espansione. Sembra comunque di poter dire che il sorprendente incremento della produzione ad aprile non sia dovuto all'anticipo di consegne verso gli Stati Uniti, che pare essersi interrotto proprio nel mese di aprile (l'export verso gli USA è passato da +41% a/a a marzo a -2% a/a ad aprile).

La produzione industriale potrebbe aver superato il punto di minimo



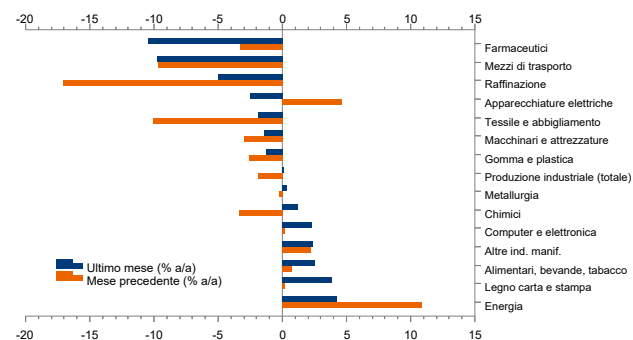
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Anche le componenti più anticipatorie delle indagini di fiducia puntano verso ulteriori progressi nei prossimi mesi



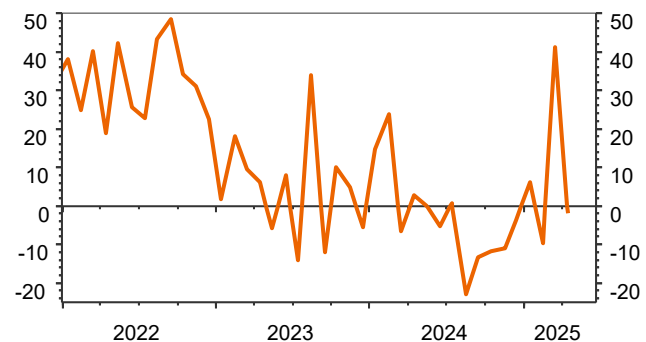
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Farmaceutici e mezzi di trasporto mantengono ampie contrazioni su base annua



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La crescita dell'output industriale ad aprile non è spiegata dall'export verso gli USA, che sembra essersi interrotto

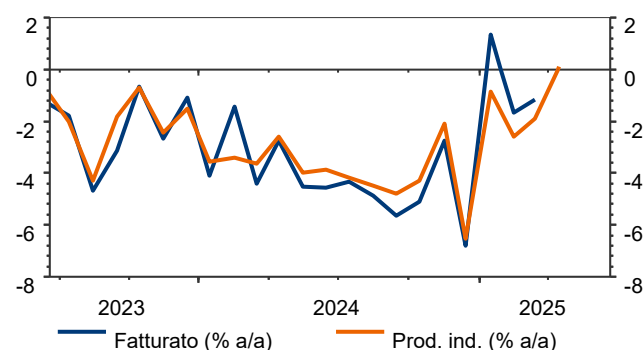


Nota: esportazioni verso gli Stati Uniti (% a/a). Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

In recupero la fiducia delle imprese manifatturiere

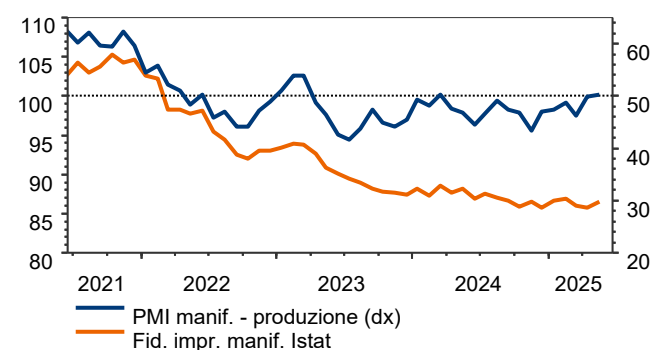
Nel primo trimestre 2025 la manifattura italiana ha registrato un andamento congiunturale positivo, con un aumento del valore aggiunto dell'1,1% t/t, dopo quello, all'incirca della stessa entità, già visto a fine 2024 (è il miglior semestre da quasi 4 anni). Inoltre, le indagini di fiducia suggeriscono che anche nel trimestre in corso l'industria in senso stretto possa aver continuato a contribuire positivamente alla formazione del valore aggiunto. **A maggio il morale delle aziende manifatturiere è aumentato più del previsto, da 85,8 (che rappresentava un minimo da novembre 2020) a 86,5**. Le valutazioni sia correnti che prospettiche su produzione e ordini sono (moderatamente) meno negative rispetto al mese precedente, così come le aspettative sull'economia (da -27,4 a -21), mentre calano per il secondo mese consecutivo le attese sull'occupazione (da -0,6 a -1,2); nel complesso, però, **il dettaglio dell'indagine mostra miglioramenti solo limitati rispetto al mese precedente. Sempre a maggio, il PMI manifatturiero è risultato circa stabile** (dopo l'ampio rimbalzo di aprile), a 49,3 da 49,2, su livelli ancora coerenti con una contrazione dell'attività nel settore. Il dettaglio dell'indagine dà però segnali incoraggianti. **Per la prima volta da oltre due anni, gli ordini esteri hanno registrato un incremento**, sebbene di entità contenuta (l'indice relativo è salito a 50,5 da 47,4); il comunicato stampa segnala come tale ripresa sia dovuta ad una maggiore domanda proveniente da clienti europei, nonostante il permanere di elementi di incertezza legati al commercio extra-continentale. **L'attività ha mostrato segnali di stabilizzazione**, con una **modesta variazione positiva del volume di produzione** (50,3 da 49,9), **sufficiente a interrompere una sequenza negativa durata tredici mesi**. Le scorte di acquisti sono tornate a calare (da 49,7 a 48,5), dopo il rimbalzo di aprile, in quanto le imprese hanno continuato a soddisfare la produzione attingendo alle giacenze esistenti.

Il fatturato industriale è tornato ad allinearsi con l'evoluzione della produzione industriale nell'ultimo anno



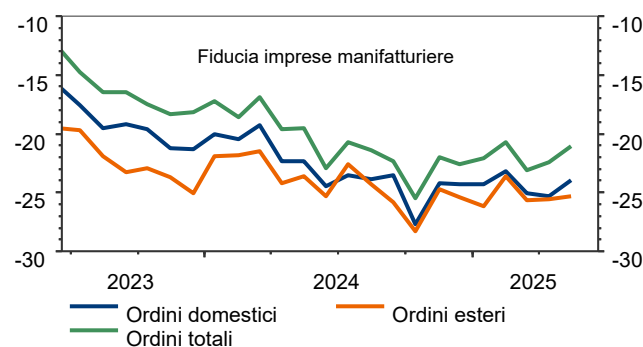
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

In questa fase, l'indice PMI dà indicazioni decisamente più positive rispetto all'indagine Istat



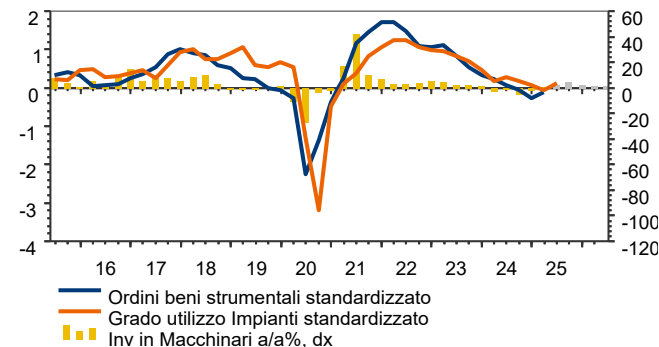
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

In lieve recupero le indicazioni delle imprese manifatturiere sugli ordini correnti



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Ordini e utilizzo di capacità produttiva preannunciano una possibile svolta per gli investimenti nei prossimi trimestri

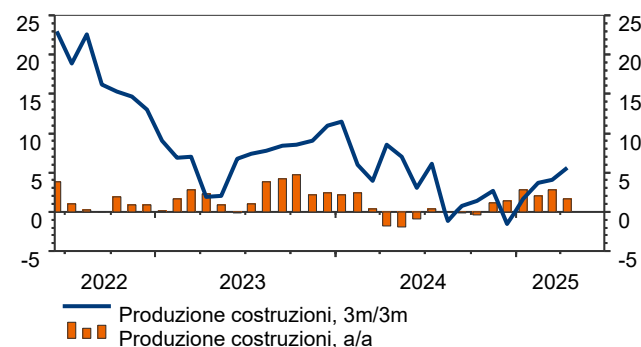


Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'edilizia continua a smentire i timori recessivi

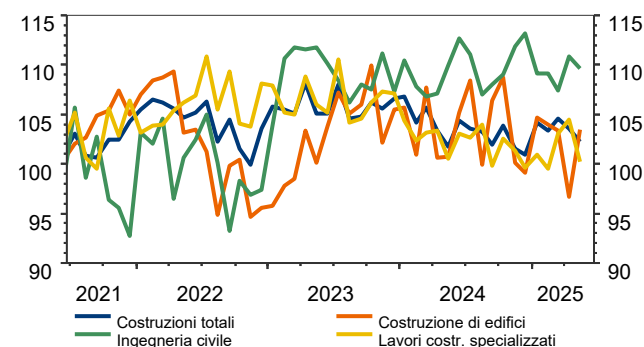
Nei primi tre mesi del 2025, il comparto delle costruzioni ha mantenuto una fase di espansione per il terzo trimestre consecutivo: si registra una crescita dell'1,4% t/t del valore aggiunto, in accelerazione dall'1,1% di fine 2024. Gli investimenti edili sono cresciuti del 2,1% t/t (da 1,1% precedente): **gli investimenti residenziali sono tornati ad espandersi** (del 2% t/t) **dopo una flessione cumulata di oltre il 9% durata un anno. Il comparto non residenziale resta comunque trainante** e mette a segno il settimo progresso trimestrale consecutivo (2,3% t/t, dal 4,2% di fine 2024), sostenuto dalla messa a terra dei progetti infrastrutturali finanziati dai fondi NGEU. **Il secondo trimestre è inoltre iniziato positivamente per l'edilizia, con un ritorno alla crescita dell'output mensile ad aprile** del +2,4% m/m dopo due mesi di contrazione, lasciando la produzione in rotta per un'espansione dell'1,5% t/t durante il trimestre primaverile (ipotizzando una stabilità tra maggio e giugno). **Ci aspettiamo che la tendenza positiva dell'edilizia possa proseguire nei prossimi trimestri**, ancora sostenuta dal comparto non residenziale grazie alla progressiva implementazione dei progetti del PNRR. Al contrario, il settore residenziale dovrebbe rimanere fiacco come suggerito dai permessi di costruzione, che non mostrano una chiara inversione di tendenza. In questo contesto, i **prezzi immobiliari sono tornati a calare** nei primi tre mesi del 2025 dopo tre trimestri di crescita (-0,2% t/t), per via delle nuove abitazioni (-8,7% t/t da +3,8% precedente; +1,5% a/a), mentre sono tornati a crescere i prezzi delle case esistenti (+1,7% t/t da -0,1%; +4,9% a/a).

La produzione nelle costruzioni è in rotta per un'espansione anche nel trimestre in corso



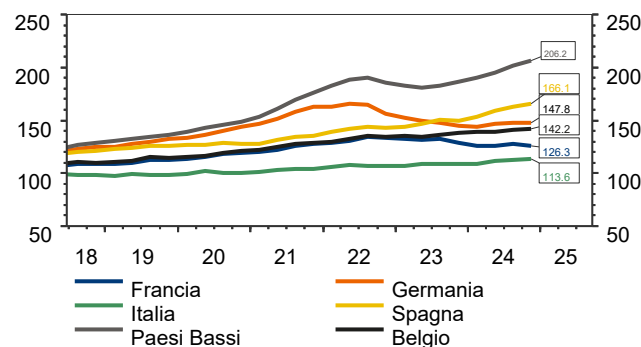
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Torna a calare l'indagine Istat di fiducia dei costruttori, appesantita soprattutto dai lavori di costruzione specializzati



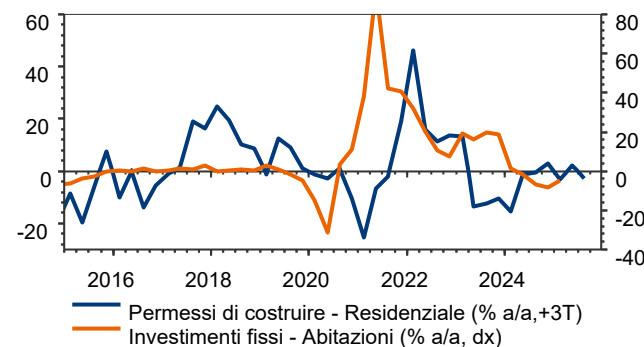
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I prezzi delle abitazioni in Italia mantengono una dinamica decisamente meno vivace rispetto a quella degli altri Paesi europei



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

I permessi edilizi non segnalano ancora un'inversione di tendenza per gli investimenti residenziali nei prossimi trimestri



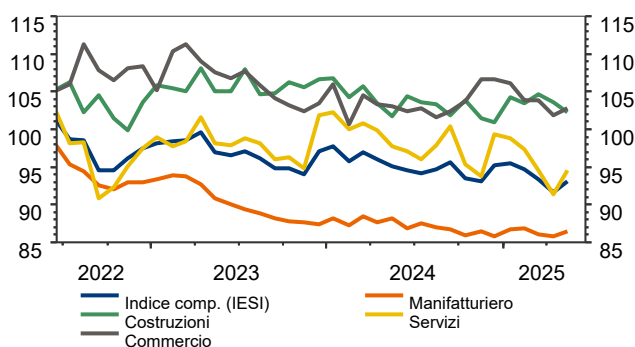
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I servizi sembrano tornati ad espandersi (sia pur moderatamente)

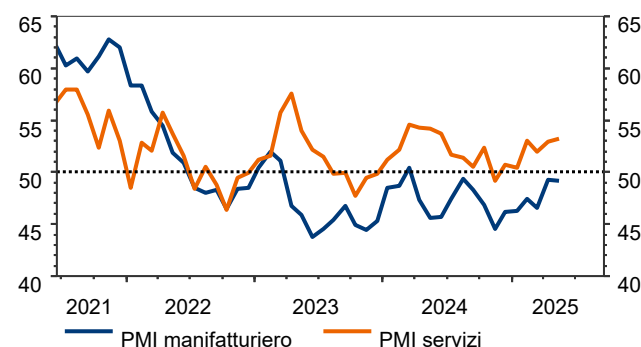
Nel 1° trimestre, il settore dei servizi ha registrato un lieve calo congiunturale del valore aggiunto (-0,1% t/t), riflettendo andamenti contrastanti tra i vari comparti: si segnala una flessione per commercio, trasporto, alloggio e ristorazione (-0,3%), attività finanziarie e assicurative (-1,4%) e immobiliari (-0,9%), mentre crescono i servizi di informazione e comunicazione (+0,8%), le attività professionali (+0,7%) e i servizi legati ad arte e intrattenimento (+2,3%).

Le indagini segnalano però che i servizi dovrebbero essere tornati a crescere nel 2° trimestre: a maggio l'indice di fiducia Istat delle imprese dei servizi di mercato è salito da 91,4 a 94,5, annullando la flessione del mese precedente. Si registrano progressi diffusi a ordini, affari correnti e aspettative; su base settoriale, sono i servizi turistici (che avevano corretto di più ad aprile) a risultare trainanti, ma anche gli altri comparti registrano un miglioramento. Sempre a maggio, **anche l'indice PMI servizi fa segnare un'accelerazione**, a 53,2 da 52,9, su livelli superiori a quelli medi del 1° trimestre: la dinamica positiva riflette un quadro di tenuta della domanda, con i nuovi ordini ancora in territorio espansivo (52,4 da 52,7), seppur in lieve rallentamento; in parallelo, le aspettative sull'attività futura continuano a rafforzarsi, con l'indicatore che si porta a 61,4. Le indicazioni delle imprese sull'**occupazione** migliorano ulteriormente da 51,2 a 52,2, un massimo da luglio 2024.

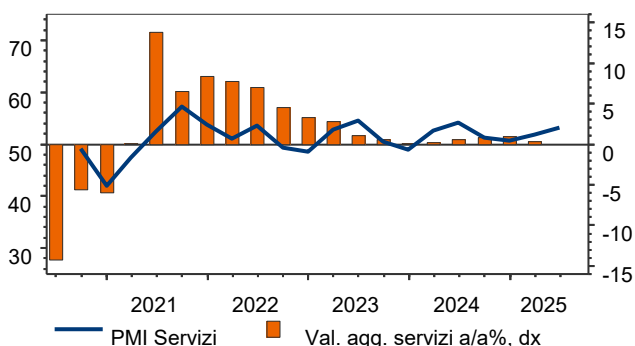
I servizi sono il macro-comparto che registra il miglioramento più marcato del morale secondo l'indagine Istat a maggio



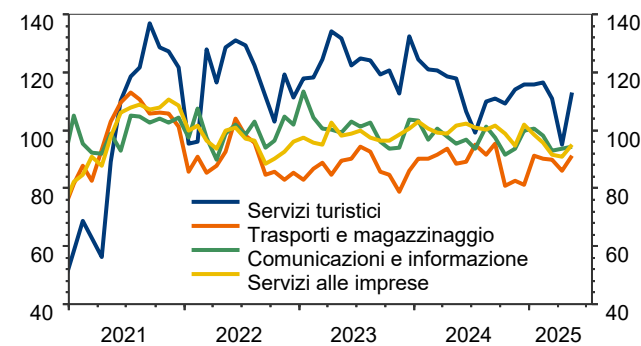
Anche i PMI segnalano che l'attività nei servizi è tornata ad espandersi



Il valore aggiunto nel terziario potrebbe tornare a crescere nel 2° trimestre dopo la battuta d'arresto di inizio anno



Il turismo (il comparto che aveva corretto di più ad aprile) è tornato trainante a maggio



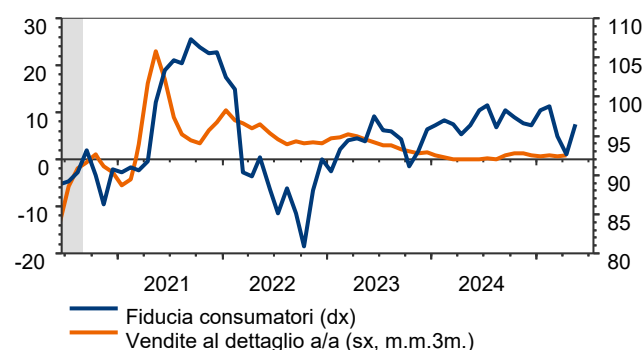
Segnali più incoraggianti dal lato dei consumi

I consumi privati sono cresciuti dello 0,2% t/t nel primo trimestre. In particolare, si è registrato un aumento della spesa in servizi e beni semi-durevoli (entrambi a +0,6% t/t), a fronte di una contrazione per i beni durevoli (-1,3% t/t), per via del calo delle immatricolazioni di auto. Sempre nel 1° trimestre, **il potere d'acquisto delle famiglie sembra mostrare segnali di miglioramento compatibili con una tendenza di spesa ancora positiva nei prossimi trimestri:** i redditi da lavoro pro-capite sono infatti cresciuti dello 0,5% t/t e le unità di lavoro di 0,7% t/t, a fronte di un aumento del deflatore dei consumi di 0,9% t/t.

L'indagine Istat di fiducia dei consumatori, dopo il calo di marzo e aprile, è tornata a salire a maggio, da 92,7 a 96,5 (rimanendo comunque al di sotto dei livelli dei primi due mesi dell'anno). Il recupero è diffuso a tutte le principali componenti dell'indice. In particolare, il miglioramento delle aspettative sulla situazione economica dell'Italia è il più ampio su base mensile da due anni e mezzo. **Le attese di disoccupazione sono calate** da 36,1 a 28,3, tornando ai minimi dallo scorso ottobre. Anche **l'inflazione attesa**, che era salita significativamente nei due mesi precedenti, **è tornata a rallentare**, da 45,7 a 27,4 (comunque al di sopra dei livelli di gennaio-febbraio).

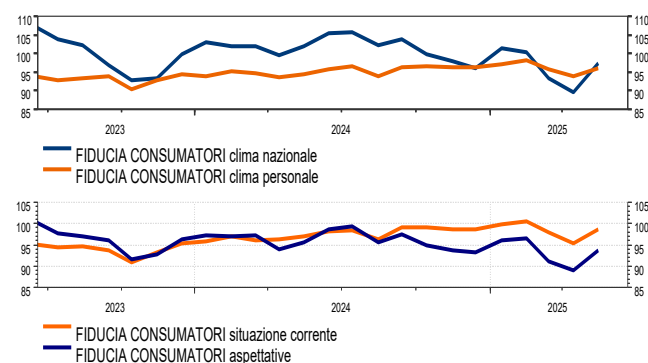
Infine, **il volume delle vendite al dettaglio è tornato a crescere ad aprile per la prima volta dallo scorso dicembre (+0,5% m/m), anche se il dato potrebbe essere stato "sporcato" dalla tempistica della Pasqua.**

Le vendite al dettaglio restano molto fiacche, anche in relazione alla fiducia delle famiglie



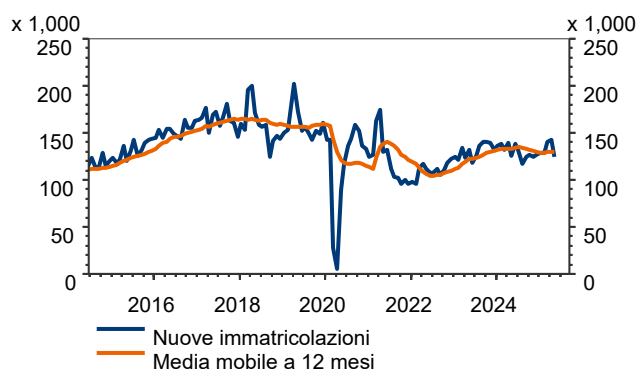
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Il rimbalzo del morale delle famiglie a maggio è diffuso a tutte le principali componenti dell'indagine



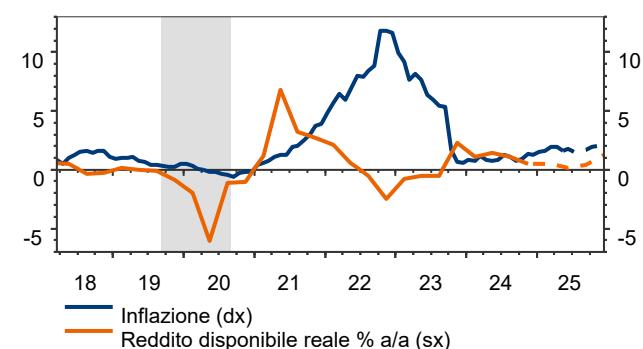
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

I dati sulle immatricolazioni di auto non offrono segnali d'inversione di tendenza



Fonte: Intesa Sanpaolo, ANFIA

Dopo la crisi energetica del 2022, il reddito reale delle famiglie continua a migliorare, anche se a ritmi via via meno vivaci



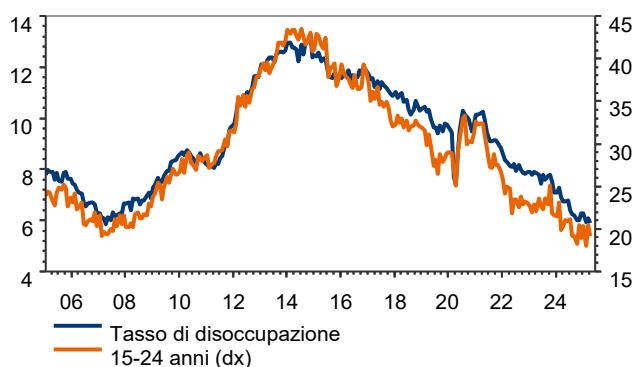
Nota: aree ombreggiate = recessione.
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

Tasso di disoccupazione in ulteriore calo, sotto il 6%

Nel primo trimestre del 2025 il mercato del lavoro italiano ha mostrato un andamento nel complesso ancora positivo. L'occupazione è cresciuta di 141 mila unità (+0,6% t/t), trainata dai dipendenti a tempo indeterminato (+0,9%) e dagli indipendenti (+0,3%), mentre prosegue il calo dei contratti a termine (-0,8%). Il tasso di occupazione è salito al 62,7% (+0,4 punti), con un tasso di disoccupazione stabile al 6,1% e una riduzione del tasso di inattività al 33,1% (-0,4 punti). I dati tendenziali confermano il rafforzamento della dinamica occupazionale (+1,8% annuo), in un contesto di progressivo riequilibrio tra tipologie contrattuali e territori. Tuttavia, **il quadro per fasce d'età resta disomogeneo**: a fronte di un calo degli occupati tra i 15-24enni, cresce l'occupazione tra gli over 50.

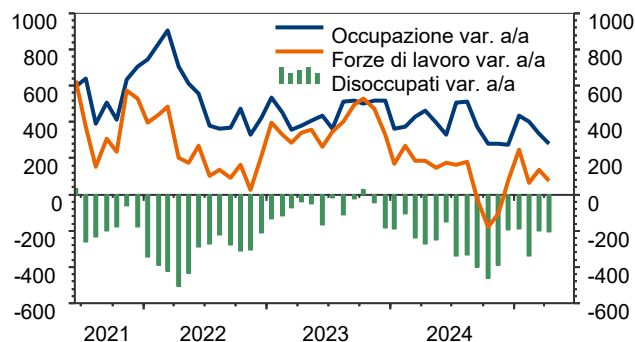
Anche i dati mensili relativi ad aprile non offrono segnali d'inversione della tendenza positiva. Il tasso di disoccupazione è infatti tornato a calare al 5,9%, riportandosi sul livello di febbraio che rappresentava un minimo dal 2007. Tuttavia, il calo del tasso dei senza-lavoro non è dovuto a una crescita degli occupati (stabili per il secondo mese) ma a un aumento degli inattivi (+39 mila unità). Da inizio anno il tasso di occupazione si è pressoché stabilizzato intorno al massimo storico (tra il 62,7% e il 62,8%) mentre la partecipazione al lavoro, seppur su livelli storicamente elevati, fatica a mostrare maggiori progressi. In verità **le componenti relative all'occupazione delle indagini di fiducia restano su livelli espansivi e hanno mostrato anzi un miglioramento negli ultimi mesi, che pare compatibile con un mercato del lavoro ancora in buona salute nei prossimi mesi.**

Il tasso di disoccupazione è ai minimi dal 2007



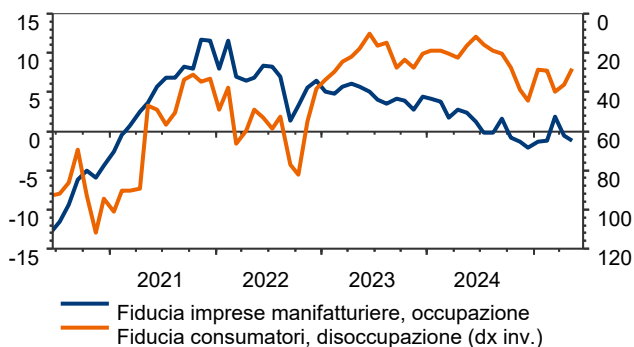
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Tuttavia, il ritmo annuo di creazione di nuovi posti di lavoro è in rallentamento



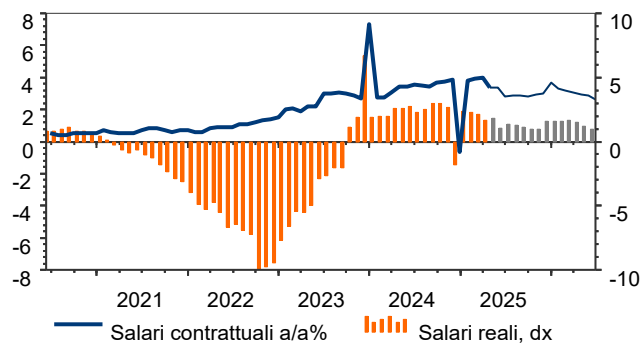
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Le attese sull'occupazione di famiglie e imprese restano coerenti con un mercato del lavoro ancora in buona salute



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Nei prossimi mesi, i salari reali dovrebbero rimanere in crescita su base annua

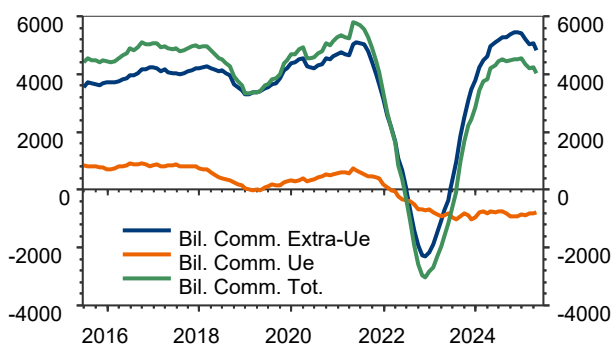


Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Il commercio con gli USA registra una correzione dell'export e un balzo dell'import

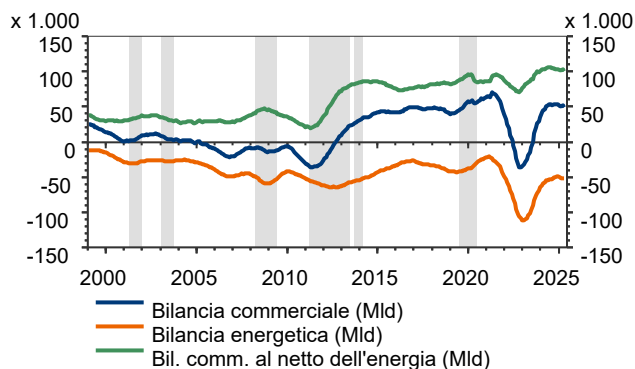
I dati sul commercio estero di aprile registrano una contrazione congiunturale dell'export (-2,8% m/m) a fronte di una sostanziale stabilità per l'import (+0,3% m/m). Il calo delle esportazioni riguarda i mercati extra-UE (-7%), mentre si nota un recupero nell'area UE (+1,5%). Un contributo importante è venuto infatti dall'**inversione dell'effetto di anticipo delle consegne verso gli USA in vista del Liberation Day**, che aveva sostenuto l'export nei mesi precedenti; infatti, **le vendite verso gli Stati Uniti sono crollate a -1,9% a/a ad aprile dopo il balzo a +41,2% a/a registrato a marzo**. La flessione più ampia è stata registrata dai comparti più esposti ai dazi come i mezzi di trasporto (-28% a/a), soprattutto gli autoveicoli (-54,3%), mentre i prodotti non ancora soggetti a dazi mantengono una variazione annua positiva (come la farmaceutica: +27,5% a/a). Su base annua, le esportazioni totali in valore hanno evidenziato un modesto +0,4% (a fronte di un calo di -3,7% in volume). **L'import registra un +5,4% tendenziale, trainato dai mercati extra-UE e in particolare dagli Stati Uniti (+60,8% a/a da -9,5%)**: il processo di anticipo delle consegne per evitare i dazi potrebbe essere in corso ora in direzione opposta, in vista di possibili contro-misure da parte della UE verso gli USA. In questo caso però, visto il peso piuttosto modesto degli Stati Uniti sul totale dell'import italiano (poco più del 4,5%), l'impatto sull'attività economica generale dovrebbe risultare piuttosto modesto. Sempre ad aprile, **il saldo commerciale si è ridotto a +2,5 miliardi da +4,8 miliardi un anno prima**, riflettendo sia l'allargamento del deficit energetico (-4,3 miliardi da -3,8) sia il minor avanzo al netto dell'energia (6,7 da 8,6 miliardi).

In riduzione l'avanzo commerciale verso i Paesi extra-UE...



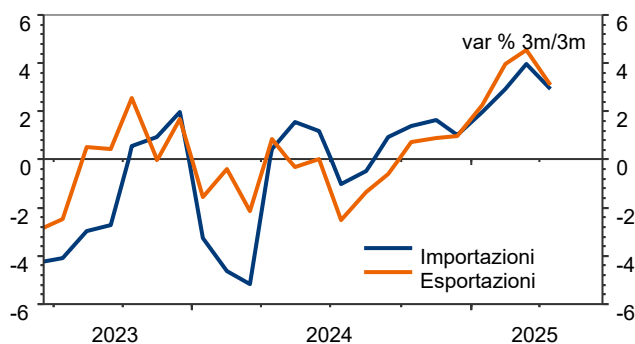
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

...nonché il surplus commerciale al netto dell'energia



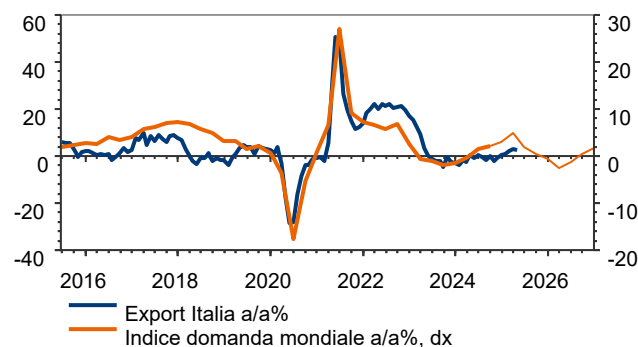
Nota: aree ombreggiate = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

Negli ultimi mesi, si registra una ripresa sia per l'export che per l'import in valore



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

La restrizione delle politiche commerciali negli USA causerà un calo della domanda mondiale rivolta verso l'Italia, con un punto di minimo atteso nel primo trimestre 2026



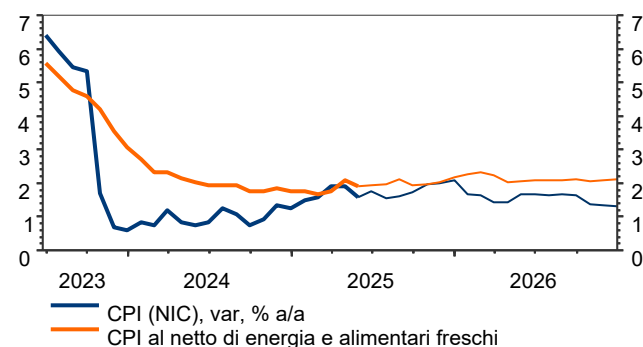
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, Oxford Economics

Torna a scendere l'inflazione a maggio

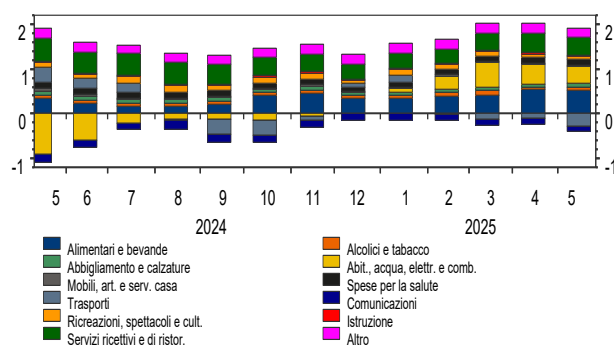
A maggio i prezzi al consumo sono diminuiti di -0,1% m/m sull'indice nazionale, dopo il +0,1% m/m di aprile, e l'inflazione annua (sempre sul NIC) è calata a 1,6% da 1,9%. Sull'indice armonizzato (IPCA), i prezzi sono anch'essi scesi di -0,1% m/m (da +0,4% m/m ad aprile), con un'inflazione annua in calo a 1,7% da 2%. Il rallentamento dell'inflazione annua risente della decelerazione dei prezzi degli energetici regolamentati (+29,3% da +31,7%), dell'accentuarsi della flessione dei non regolamentati (-4,3% da -3,4%), della frenata degli alimentari non lavorati (+3,5% da +4,2%) e dei servizi (ricreativi e cura della persona +3,1% da +3,6%, trasporti +2,6% da +4,4%). Una spinta al rialzo è venuta invece dall'accelerazione degli alimentari lavorati (+2,7% da +2,2%), riflessa nel "carrello della spesa" (+2,7% da +2,6%). Si attenua anche la flessione dei beni durevoli (da -1,4% a -1,1%). L'inflazione di fondo (al netto di energetici e alimentari freschi) è scesa all'1,9% dal 2,1%, quella al netto dei soli beni energetici è passata da 2,2% a 2,1%. Nel complesso, il dato conferma il ritorno a una dinamica più moderata dopo che il dato di aprile era stato distorto al rialzo dalla tempistica della Pasqua.

In prospettiva, nei mesi estivi ci aspettiamo un'inflazione non molto distante dai livelli di maggio, prima di una moderata risalita a 2-2,1% (legata agli effetti base sull'energia) nel trimestre finale dell'anno. In media annua, vediamo un IPCA a 1,9% nel 2025 e 1,7% nel 2026, e un NIC a 1,8% quest'anno e 1,5% il prossimo.

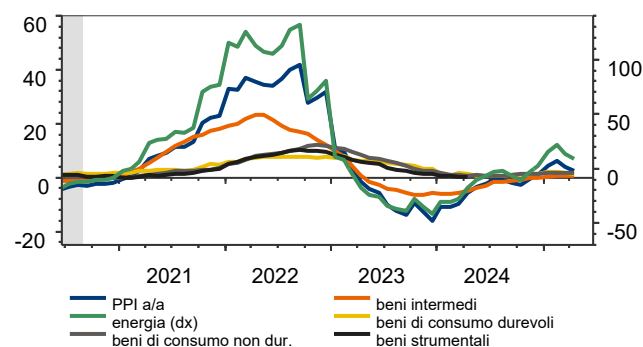
Inflazione in calo a maggio, attesa poco mossa nei prossimi mesi



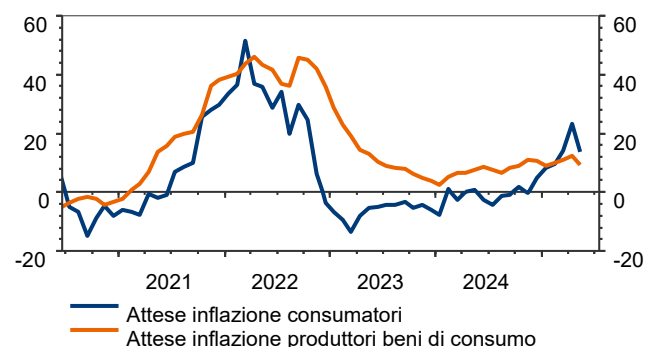
Alimentari, spese per la casa e servizi ricettivi restano i principali contributori all'inflazione



L'energia traina il PPI ma le altre componenti non evidenziano significative pressioni inflattive a monte delle filiere produttive



Dopo l'anomalo balzo di aprile, le aspettative d'inflazione dei consumatori tornano sui livelli di marzo



Tendenze del settore bancario

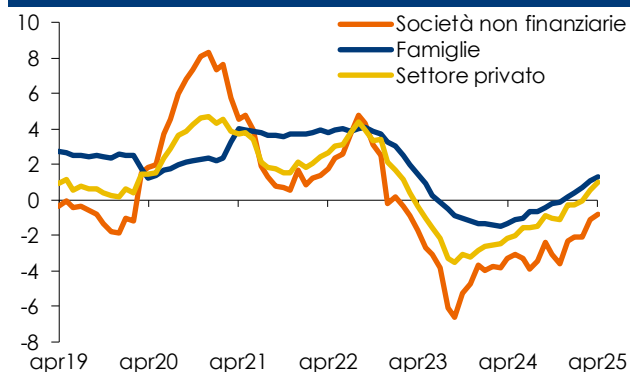
La ripresa dei prestiti a breve termine alle imprese ha segnato un rallentamento

Dopo essere tornati in aumento a marzo, i prestiti al settore privato hanno accelerato a +1% ad aprile, per frenare a +0,7% a maggio, secondo le stime ABI. Analogo è l'andamento dei prestiti complessivi a famiglie e imprese, in crescita dello 0,3% ad aprile, tornando a una variazione nulla a maggio, secondo le anticipazioni. Trainanti restano i prestiti alle famiglie; più moderato il calo di quelli a società non-finanziarie, ma la ripresa dei prestiti a breve ha visto un rallentamento.

Elisa Coletti

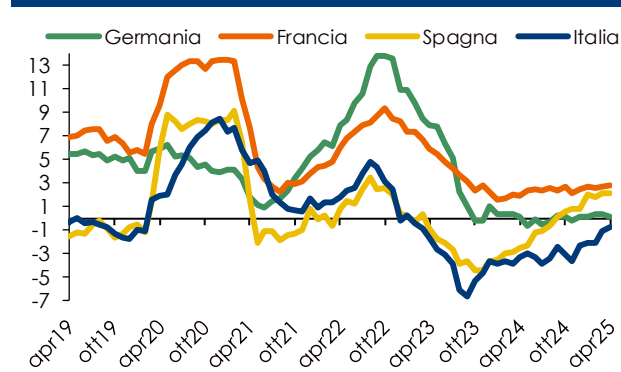
Aprile ha registrato un'altra leggera accelerazione dei prestiti al settore privato, cresciuti dell'1% a/a dopo essere tornati in aumento a marzo, archiviando quasi due anni di variazioni negative. Il progressivo recupero risulta essersi concesso una pausa a maggio, con una crescita dello 0,7% secondo le stime ABI. Ad aprile, è continuata la ripresa dei prestiti alle famiglie, in aumento dell'1,3% (da +1,1% a marzo), e **i prestiti a società non-finanziarie hanno segnato un calo sempre più moderato, del -0,8%** dal -1,1%, di marzo e -2,1% del 1° bimestre. In aggregato, **i prestiti a famiglie e imprese hanno riportato una crescita marginale, dello 0,3%, e risultano essere tornati a una variazione nulla a maggio, come a marzo**, secondo le stime ABI.

Prestiti al settore privato residente in Italia, dati corretti per le cartolarizzazioni e al netto delle controparti centrali (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia e BCE

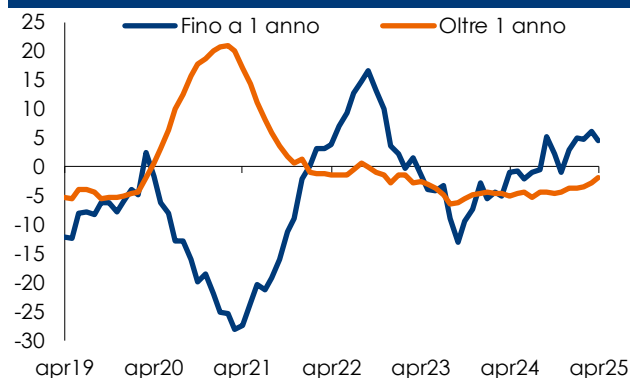
Dinamica dei prestiti a società non finanziarie nei principali paesi dell'area euro, dati corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)



Fonte: OMI – Agenzia delle entrate, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

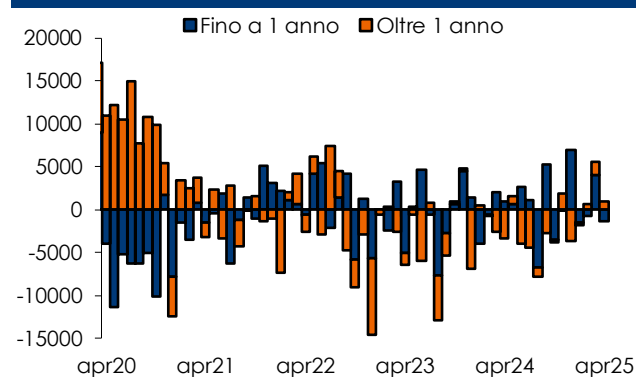
Nel confronto europeo, **per i prestiti alle società non-finanziarie italiane è proseguita la riduzione del gap con la dinamica nell'area euro**, sebbene la loro debolezza relativa sia rimasta evidente (-0,8% rispetto al +1,8% della media dell'area ad aprile). Tra i principali paesi, si conferma la sostanziale stabilizzazione del trend osservata il mese scorso, con un **andamento ancora una volta stagnante in Germania** (+0,1% ad aprile). In Spagna, **i prestiti alle società non finanziarie hanno confermato il ritmo di marzo, del +2,1%, in linea con il 1° bimestre**, e in Francia la variazione annua si è attestata a +2,8%, dal +2,7% del 1° trimestre e +2,5% del 2° semestre 2024.

Andamento dei prestiti a società non-finanziarie per durata, dati non corretti per le cartolarizzazioni (var. % a/a)



Fonte: BCE

Flussi mensili di prestiti a società non-finanziarie per durata, dati non corretti per le cartolarizzazioni (EUR M)



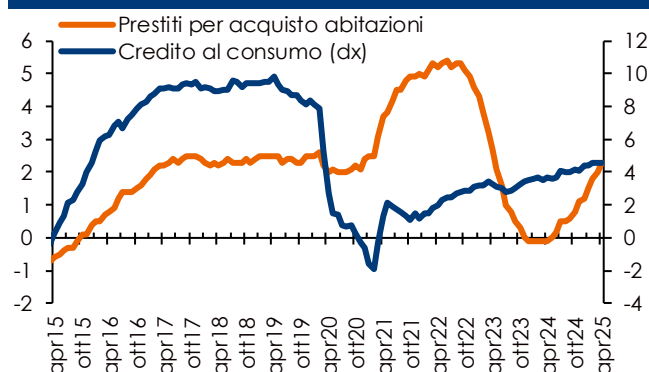
Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nei primi mesi del 2025, al minor calo dei finanziamenti a società non-finanziarie italiane hanno contribuito **i prestiti a breve termine, la cui crescita tuttavia ha ripiegato a +4,6% ad aprile dal picco di +6,2% a marzo**, tornando sul ritmo del 1° bimestre (+4,9%). Diversamente, la debolezza degli investimenti fissi ha continuato a determinare una **contrazione dei prestiti a medio-lungo termine**, sebbene decisamente attenuata ad aprile, a -1,8%, da -2,7% a marzo e -3,6% nel 1° bimestre.

Quanto ai prestiti alle famiglie, **la ripresa dello stock di mutui si è ulteriormente rafforzata, segnando ad aprile una variazione del 2,3%**, dal +1,2% di fine 2024. **Si è consolidata sul +4,6% la dinamica del credito al consumo**, come nei due mesi precedenti.

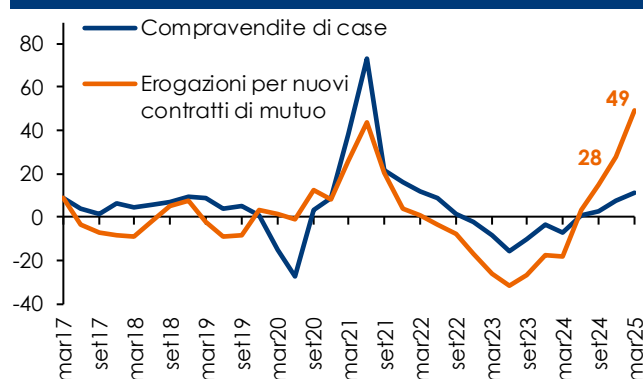
La solidità del ritmo di crescita dello stock di prestiti per l'acquisto di abitazioni è sostenuta dal robusto andamento delle **erogazioni per nuovi contratti di mutuo, pari a +33% ad aprile, dal 49% del 1° trimestre**. Tale dinamica si accompagna a quella delle **compravendite di abitazioni, che nel 1° trimestre hanno segnato una moderata accelerazione a +11% a/a**. Anche il volume di rinegoziazioni di mutui è rimasto in crescita ad aprile, del +26%, confermando la forte ripresa da inizio anno, dopo un 2024 contraddistinto dal calo.

Andamento dei prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni e del credito al consumo (var. % a/a corrette per le cartolarizzazioni)



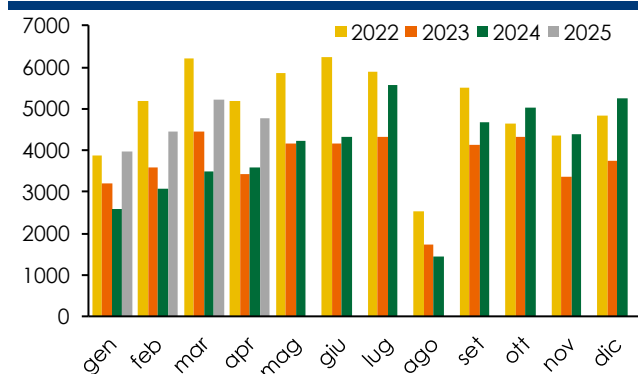
Fonte: BCE

Erogazioni di nuovi mutui e compravendite di case (dati trimestrali, var. % a/a)



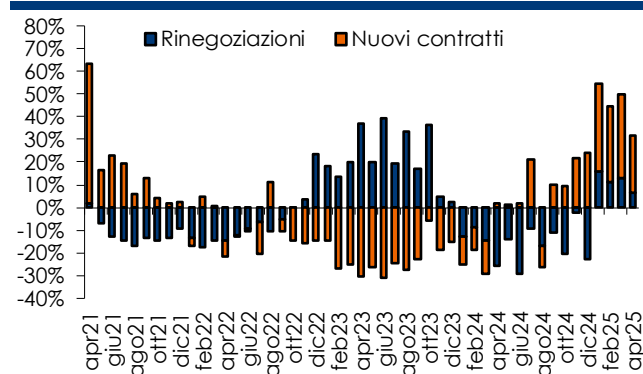
Fonte: OMI ed elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

Flussi mensili per nuovi contratti di prestiti per acquisto abitazioni: quattro anni a confronto (EUR mln)



Fonte: BCE

Contributo di rinegoziazioni e nuovi contratti alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)

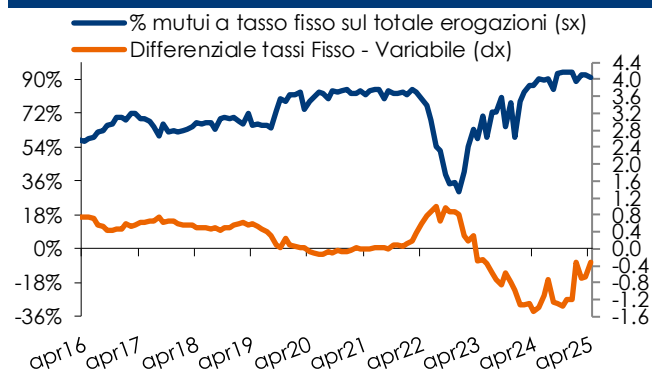


Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Con riguardo alla tipologia di tasso, si conferma la netta preferenza per il fisso. **Le erogazioni di mutui a tasso fisso sono risultate in crescita del 38% ad aprile rimanendo chiaramente prevalenti sul complesso delle operazioni nel mese, con una quota del 91%**, come in media nel 1° trimestre,

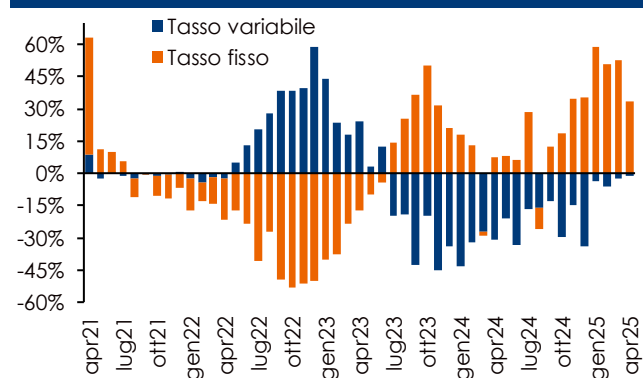
dopo il record di fine 2024 del 94%. Diversamente, **è proseguita la flessione delle operazioni a tasso variabile, sebbene progressivamente meno intensa rispetto ai mesi precedenti**, del -10% ad aprile, dal -18,7% a marzo (-36% a febbraio, -74,1% nell'intero 2024). Il tasso variabile sui nuovi mutui è rimasto più elevato del tasso fisso, ma il differenziale si è ridotto drasticamente nei mesi più recenti, scendendo a soli 30pb ad aprile, meno della metà dell'ampiezza di marzo e aprile e un quarto di quanto registrato nel 2024 (65pb a marzo, in linea con i 70pb di febbraio; 1,2 punti percentuali la distanza a dicembre, come in media nel 2024).

Erogazioni di prestiti per acquisto abitazioni: a tasso fisso in % sul totale e differenziale tassi, tra fisso e variabile



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Contributo dei flussi a tasso fisso e a tasso variabile alla crescita delle operazioni mensili di prestiti per acquisto abitazioni (%)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

In calo i depositi a tempo, i conti correnti confermano una crescita moderata

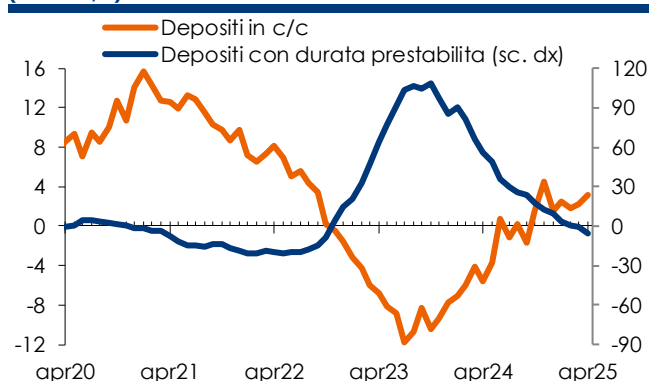
Ad aprile la crescita dei depositi si è mantenuta prossima al 2%, mentre è proseguita la progressiva divaricazione delle tendenze delle principali componenti dell'aggregato: da un lato, i conti correnti hanno accelerato a +3,3%, dal 2% circa dei tre mesi precedenti, dall'altro i depositi con durata prestabilita hanno riportato una variazione decisamente negativa (del -5,9%).

Elisa Coletti

Ad aprile la crescita dei depositi si è mantenuta prossima al 2%, confermando le anticipazioni, con un +1,9% dal +1,7% di marzo. **La tendenza, pressoché costante da fine 2024, risulta aver registrato un'accelerazione a fine maggio**, con un +3,5% a/a secondo le stime ABI, un picco che, se confermato, potrebbe però risultare temporaneo in relazione alla sottoscrizione da parte dei risparmiatori del BTP Italia, collocato dal Tesoro italiano a fine maggio, con godimento a inizio giugno.

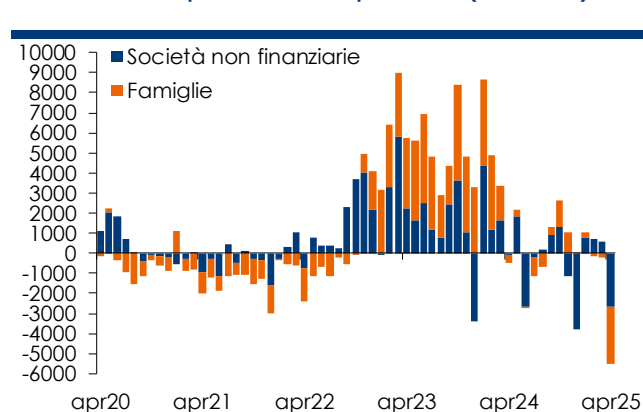
Come nei mesi precedenti, l'evoluzione dei depositi continua a essere il risultato di andamenti contrapposti delle due principali componenti, che tendono a divaricarsi progressivamente. Da un lato, la crescita dei **conti correnti ad aprile ha accelerato a +3,3%, dal 2% circa dei tre mesi precedenti, dall'altro i depositi con durata prestabilita hanno riportato una variazione decisamente negativa** (del -5,9% dal -0,1% di marzo per l'aggregato complessivo, -3,9% da -0,5% per il totale di famiglie e imprese). Come evidenziato nel grafico seguente a destra, **i depositi con durata prestabilita ad aprile hanno registrato un deflusso particolarmente marcato, pari nel complesso a -5,5 miliardi**, originati quasi equamente dai depositi delle famiglie (-2,9 miliardi) e delle società non finanziarie (-2,6 miliardi). Quest'ultime, diversamente, fino a marzo avevano continuato a depositare risorse sui depositi vincolati a tempo, sebbene per importi ridimensionati rispetto al 1° trimestre 2024. **Dal lato delle famiglie, si nota, invece, un processo di riallocazione inverso** rispetto al 2024: ad aprile, in particolare, **il deflusso dai depositi a tempo è stato quasi del tutto controbilanciato dall'aumento dei conti correnti**, per quasi 2,6 miliardi.

Andamento dei conti correnti e dei depositi con durata prestabilita (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Flussi mensili di depositi con durata prestabilita (EUR milioni)



Fonte: BCE

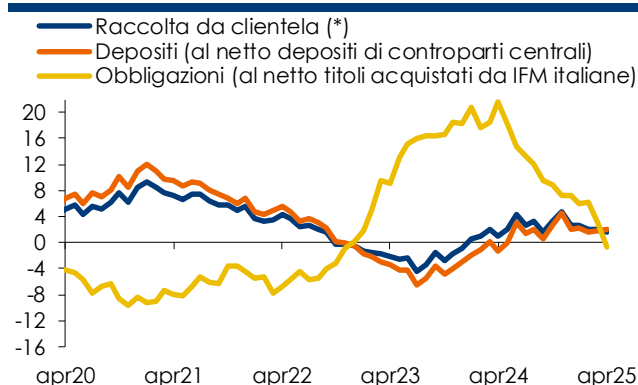
Le obbligazioni bancarie hanno continuato a rallentare, subendo un brusco stop ad aprile, con un tasso di crescita azzerato, dal +3,1% di marzo e 6% circa del 1° bimestre, seguito **a maggio da un calo dell'1,3%**, secondo le anticipazioni ABI.

La frenata delle obbligazioni anche ad aprile ha determinato un ulteriore **rallentamento della crescita della raccolta da clientela**, a +1,6% dal 2% di marzo. Diversamente, a maggio, il picco del ritmo dei depositi ha controbilanciato la riduzione dello stock di obbligazioni, tanto che la **raccolta da clientela ha segnato un rimbalzo a +2,9%**, secondo le stime ABI.

Infine, la raccolta bancaria complessiva è risultata invariata ad aprile, dopo il +0,3% di marzo, due dati che segnano l'interruzione della continua riduzione registrata da ottobre 2022 (-2,9% a

febbraio, -3,7% la media 2024). Tra le componenti, si osserva un nuovo stop dei depositi di non-residenti (-0,3% a/a), che continuano a mostrare un andamento caratterizzato da oscillazioni, dopo la crescita del 3,8% a marzo (-0,2% a/a a febbraio dal +3,4% di gennaio). Al contempo, il tasso di variazione negativo del rifinanziamento presso l'Eurosistema si conferma relativamente meno marcato rispetto a quanto registrato fino a febbraio, del -68% ad aprile, in linea con il -70% a/a di marzo (dal -85% di febbraio).

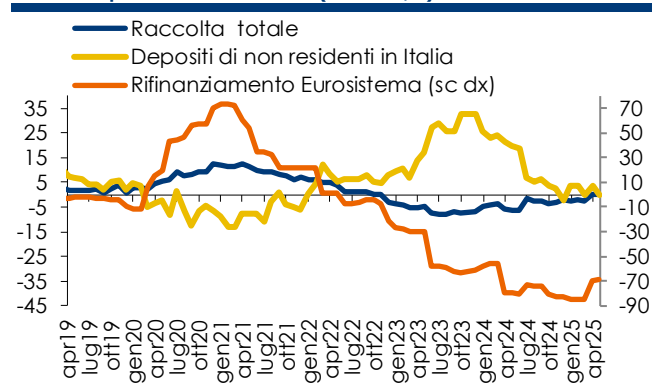
Raccolta da clientela delle banche italiane (var. % a/a) (*)



Nota: (*) al netto di depositi con controparti centrali e obbligazioni acquistate da IFM italiane. Il totale dei depositi e la raccolta escludono le passività in contropartita dei prestiti ceduti e non cancellati.

Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

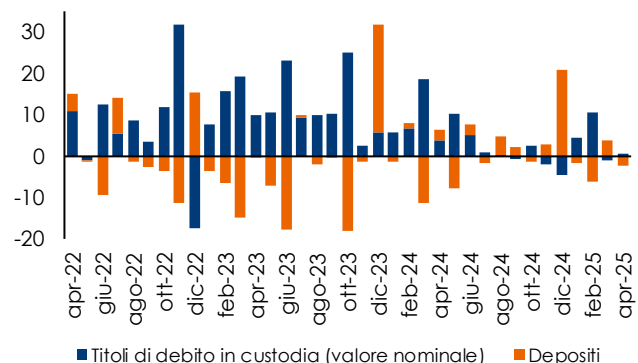
Tasso di variazione della raccolta totale, inclusi il rifinanziamento BCE e i depositi di non residenti (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

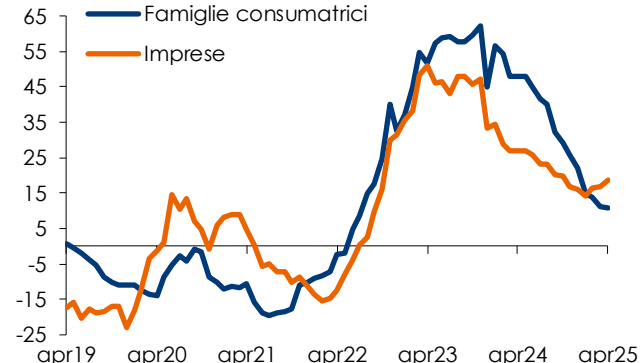
La **raccolta amministrata** ha segnato ad aprile un **apporto contenuto sui titoli di debito in custodia delle famiglie consumatrici**, pari a 455 milioni, dopo il deflusso di 1 miliardo a marzo e l'incremento di 11 miliardi registrato a febbraio in parte a seguito della sottoscrizione del BTP Più. Da notare che **i titoli di debito in custodia per conto delle imprese di mese in mese continuano a segnare un aumento netto**, per 1,2 miliardi ad aprile, che hanno portato a **7,4 miliardi l'importo investito nei primi quattro mesi del 2025**, a conferma del permanere di una buona situazione di liquidità.

Flussi netti mensili di depositi e titoli di debito a custodia delle famiglie consumatrici (EUR mld, valori nominali)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

Andamento dei titoli di debito a custodia delle famiglie e delle imprese (var. % a/a)



Fonte: Banca d'Italia ed elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protetico topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte

di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Banking Research

Elisa Coletti (Responsabile)

elisa.coletti@intesasnpaolo.com

Valentina Dal Maso

valentina.dalmaso@intesasnpaolo.com

Carol Salvadori

maria.salvadori@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Allegra Fiore

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com